

业绩基本符合预期，看好湿法长期爆发力

——星源材质（300568）事件点评

2017年07月14日

强烈推荐/维持

星源材质 | 事件点评

事件：

2017年7月13日公司发布上半年业绩预告，上半年预计实现归母净利润6800万元-7300万元，同比下降26.88%-21.51%。

主要观点：

1、动力锂电高速发展，国内湿法趋势已定，市场将达18亿平米

新能源汽车快速发展，动力锂电需求逐年爆发，隔膜需求将稳步提升，尤其是国内市场对与高能密度锂电相匹配的湿法隔膜的需求会更加强劲。中国“十三五”计划实现500万辆的新能源汽车保有量，2020年预计销量达到200万辆，动力锂电年需求达100GWh，我们推测2020年国内动力锂电湿法隔膜的年需求量将达到15亿平米，同时储能锂电和消费锂需求将达3亿平米左右，2020年国内湿法隔膜合计需求达18亿平米，是2016年国内需求的5倍，空间巨大。

2、公司业绩符合预期，宏观、降价、研发等短期内影响利润

上半年公司归母净利润预计同比下降26.88%-21.51%，我们判断可能的原因如下：（1）**宏观形势**，今年一季度全国新能源汽车受补贴退坡、目录更新等政策影响，整体销量出现大幅下滑，导致了全行业动力锂电及隔膜的订单不景气，开工率低；（2）**价格方面**，虽然今年二季度全国新能源汽车销量回暖，但是中游材料行业从年初开始一直处于价格承压状态，公司的干法隔膜产品价格出现了下滑；（3）**其他投入**，公司干法隔膜正在进行产能的扩张，调试爬坡期会增加一定的成本，同时湿法和涂覆工艺的研究与开发也会增加一定的投入。综合看，上半年虽然业绩出现一定幅度的下滑，但基本符合我们预期。

3、维持全年高成长判断，看好公司湿法长期价值

从公司在湿法领域的布局和客户开拓情况看，我们维持全年业绩高增长的判断，看好公司未来在湿法领域的龙头地位。（1）**产能方面**，干法隔膜产能稳步小幅提升，保持龙头地位。湿法隔膜上，今年下半年随着合肥星源湿法产能的释放，国内锂电客户国轩高科的需求将得到一定的满足，明年年初合肥星源满产后，全年将大幅提升供给，增大客户覆盖面，同时常州3.6亿平米的湿法产能将在

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：

王革

010-66554034

wangge@dxzq.net.cn

林劼

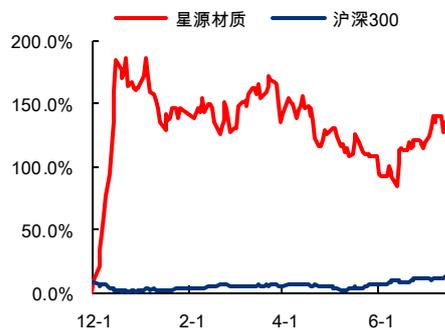
010-66554034

linjie_@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	44.75-31.18
总市值（亿元）	85.92
流通市值（亿元）	21.48
总股本/流通A股（万股）	19200/4800
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	6.77

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

2018 年下半年逐步释放，未来湿法产能会形成连续攀升的走势。（2）客户方面，我们看好公司和国内现有锂电龙头国轩高科、亿纬锂能、万向 A123 等企业的稳定合作，同时看好公司进入国内锂电巨头 CATL、国际锂电巨头松下、特斯拉的供应链的机会。高端新客户的开拓取决于公司产品质量、验证周期、客户自身发展战略等多重因素，就目前全球湿法隔膜的发展形式看，中国的崛起已经不可阻挡，国内湿法隔膜企业的比拼会在 2018 年、2019 年分出胜负。随着新能源汽车行业三季度、四季度逐步回暖，公司今年下半年销量必然会回升，同时湿法隔膜市场供不应求，湿法隔膜价格短期不会下跌，公司下半年新投的干法、湿法产线将先后实现稳定满产供货，下半年的爆发会支撑公司全年业绩高成长。我们长期看好公司在未来 2-3 年的湿法隔膜竞争中脱颖而出。

结论：

我们预计公司 2017 年-2019 年的营业收入分别为 6.86 亿元、12.46 亿元和 28.68 亿元，归母净利润分别为 2.16 亿元、3 亿元和 5.72 亿元，EPS 分别为 1.13 元、1.56 元和 2.98 元，对应 PE 分别为 41X、30X、16X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

新能源汽车发展不及预期，湿法隔膜投产不及预期，隔膜价格下跌超预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	363	1071	2091	2426	4687	营业收入	425	506	686	1246	2868
货币资金	92	757	1660	1638	2868	营业成本	182	199	294	611	1527
应收账款	144	168	228	415	955	营业税金及附加	5	9	13	23	53
其他应收款	2	1	2	3	7	营业费用	22	22	29	53	123
预付款项	6	2	2	2	2	管理费用	61	82	103	187	430
存货	29	44	56	117	293	财务费用	15	15	-7	-16	28
其他流动资产	0	11	11	11	11	资产减值损失	7.45	6.26	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	583	805	742	680	619	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.08	0.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	504.96	473.96	552.64	497.98	443.32	营业利润	132	172	254	388	708
无形资产	75	82	74	67	60	营业外收入	6.58	12.33	12.00	12.00	12.00
其他非流动资产	0	112	112	112	112	营业外支出	0.37	4.37	0.00	0.00	0.00
资产总计	946	1876	2834	3106	5305	利润总额	139	180	266	400	720
流动负债合计	297	260	142	213	2064	所得税	20	27	40	60	108
短期借款	179	139	0	0	1645	净利润	118	153	226	340	612
应付账款	16	19	26	54	134	少数股东损益	0	-2	10	40	40
预收款项	4	18	18	18	18	归属母公司净利润	118	155	216	300	572
一年内到期的非	28	28	28	28	28	EBITDA	269	319	310	434	797
非流动负债合计	120	348	348	348	348	BPS (元)	1.31	1.68	1.13	1.56	2.98
长期借款	69	41	41	41	41	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	417	608	489	561	2412	成长能力					
少数股东权益	0	35	45	85	125	营业收入增长	41.81%	18.97%	35.57%	81.78%	130.14%
实收资本 (或股	90	120	192	192	192	营业利润增长	78.25%	30.19%	47.29%	52.77%	82.62%
资本公积	231	809	1686	1686	1686	归属于母公司净利	39.03%	38.84%	39.03%	38.84%	90.82%
未分配利润	173	255	301	366	490	获利能力					
归属母公司股东	529	1233	2299	2461	2769	毛利率 (%)	57.11%	60.60%	57.10%	50.97%	46.76%
负债和所有者权	946	1876	2834	3106	5305	净利率 (%)	27.84%	30.32%	32.98%	27.28%	21.35%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	22.38%	12.60%	9.40%	12.19%	20.67%	
经营活动现金流	116	170	186	101	-124	偿债能力					
净利润	118	153	226	340	612	资产负债率 (%)	44%	32%	17%	18%	45%
折旧摊销	121.55	131.68	0.00	54.66	54.66	流动比率	1.22	4.11	14.76	11.40	2.27
财务费用	15	15	-7	-16	28	速动比率	1.12	3.94	14.36	10.85	2.13
应收账款减少	0	0	-60	-187	-540	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.36	0.29	0.42	0.68
投资活动现金流	-90	-272	0	0	0	应收账款周转率	3	3	3	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	27.25	28.67	30.46	31.41	30.60
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	1.31	1.68	1.13	1.56	2.98
筹资活动现金流	-37	776	717	-123	1353	每股净现金流 (最新	-0.12	5.62	4.71	-0.11	6.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.88	10.28	11.98	12.82	14.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	30	72	0	0	P/E	34.16	26.64	39.76	28.64	15.01
资本公积增加	3	578	878	0	0	P/B	7.62	4.35	3.74	3.49	3.10
现金净增加额	-11	674	903	-22	1230	EV/EBITDA	15.65	15.13	22.61	16.17	9.33

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

王革

中科院电气工程硕士，4年光伏电池研发和产业化经验，1年公司管理经验，2016年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。